

# Análise Detalhada

---

## Klabin S.A.

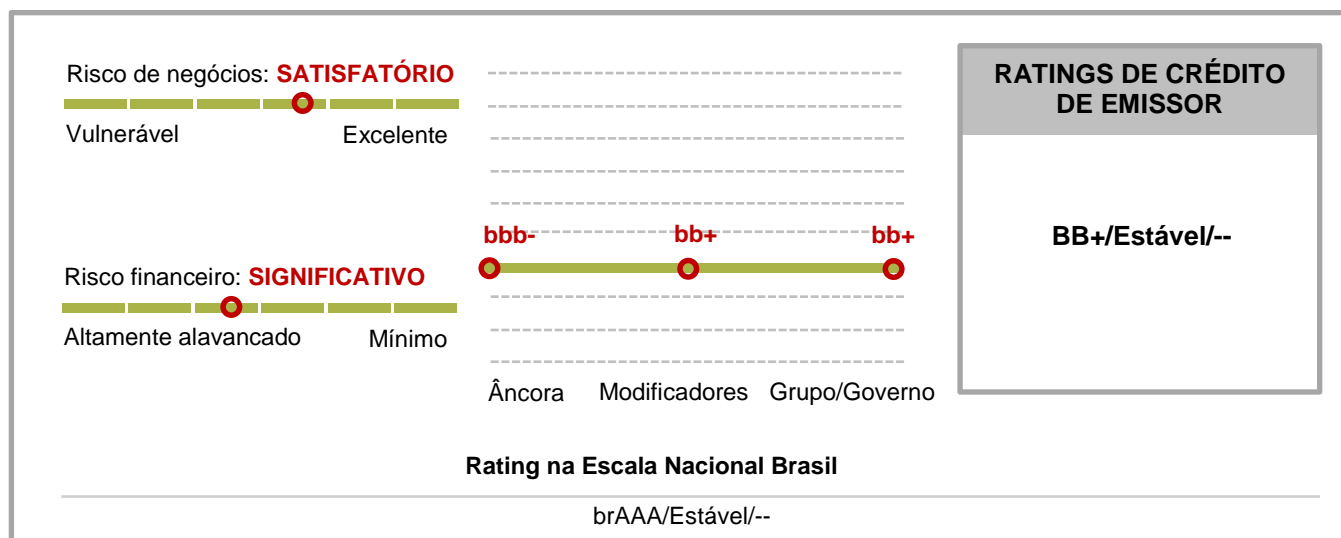
**Data de publicação:** 26 de dezembro de 2019

**Analista principal:**

Felipe Speranzini, São Paulo, 55 (11) 3039-9751, [felipe.speranzini@spglobal.com](mailto:felipe.speranzini@spglobal.com)

**Contato analítico adicional:**

Victor Soriani, São Paulo, 55 (11) 3039-9744, [victor.soriani@spglobal.com](mailto:victor.soriani@spglobal.com)



## Destaques da Análise de Crédito

| Resumo   |  |
|--|--|
| Principais Pontos Fortes   | Principais Riscos  |
| Líder na produção de papéis para embalagem.  | Exposição à ciclicidade da indústria de produtos florestais e de papéis, a qual é volátil em termos de produção e preços de venda. |
| Capacidade para mudar o mix de vendas e gerenciar o volume de exportações com base na demanda. | Falta de metas de alavancagem claras durante os ciclos de investimentos.   |
| Relacionamentos duradouros com clientes e integração vertical.                                 |  |
| Forte posição de liquidez.   |  |

**Capacidade da Klabin S.A. (Klabin) para mudar o mix de vendas em direção a papel e embalagens compensa os preços da celulose persistentemente mais fracos.** Desde abril de 2019, a guerra comercial entre Estados Unidos e China, as menores margens para produtores de papel, os altos estoques e a demanda fraca na Europa têm contribuído significativamente para a queda nos preços da celulose. Embora acreditemos que os preços provavelmente já atingiram sua menor cotação, uma vez que atingiram níveis abaixo do custo caixa dos produtores menos eficientes, o ainda alto volume de estoques e os riscos de desaceleração da economia global apontam para uma recuperação lenta dos preços em 2020, com os preços médios entre 5%-10% mais baixos que os de 2019. No caso da Klabin, no entanto, esperamos que os melhores resultados no segmento de papel e embalagens e também o aumento no volume de vendas de celulose devam mitigar os preços baixos da celulose e resultarão em EBITDA ligeiramente mais alto em 2020.

**O novo ciclo de investimentos deve enfraquecer a geração de fluxo de caixa e aumentar a alavancagem em 2020.** A Klabin espera dispendar R\$ 9,1 bilhões em investimentos (capex) entre 2019 e 2023 relacionados à sua nova fase de investimentos (projeto Puma II: construção de duas novas

máquinas de papel capazes de adicionar 920.000 toneladas à sua capacidade). Acreditamos que os investimentos atingirão seu pico em 2020, ano em que o fluxo de caixa operacional livre (FOCF - *free operating cash flow*) será negativo e a dívida líquida sobre EBITDA ficará acima de 4,0x. Contudo, os investimentos da Klabin para esse ciclo são flexíveis e, em nossa opinião, a empresa será capaz de postergar a segunda fase dos investimentos se houver condições da indústria muito adversas. Vemos essa flexibilidade como um fator positivo dadas as atuais condições desafiadoras para a celulose que podem pressionar as margens da empresa e elevar suas métricas de alavancagem em 2020.

**Maiores volumes em 2021 devem fazer a dívida retornar para níveis mais baixos.** Conforme a expansão gradativa da produção (*ramp-up*) da primeira máquina do projeto Puma II é concluída, esperamos que o nível de endividamento da empresa diminua. Embora esperemos que os preços da celulose comecem a subir em 2020, a entrada de cerca de 450.000 toneladas de capacidade nova deve também impulsionar a geração de EBITDA da Klabin em 2021. Estimamos que seu FOCF retorne para positivo e a dívida líquida sobre EBITDA fique abaixo de 4,0x.

### **Perspectiva: Estável**

A perspectiva estável dos ratings da Klabin reflete nossa visão de que, apesar do aumento de sua alavancagem em 2019 e 2020 devido ao ciclo de investimentos, esperamos que a empresa consiga manter a dívida líquida sobre EBITDA em torno de 4,0x nos próximos 12 meses. Em nosso caso-base, consideramos uma retomada gradativa nos preços da celulose, uma taxa de câmbio para o real ainda fraca e aumento de volumes proveniente do *ramp-up* de Puma II iniciando-se em 2021.

#### **Cenário de rebaixamento**

Poderemos rebaixar os ratings da Klabin nos próximos 12 a 18 meses se suas métricas de alavancagem se desviarem significativamente de nossas atuais projeções, como, por exemplo, sua dívida líquida sobre EBITDA superando persistentemente 4,0x e a geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida ficando abaixo de 12%. Isso poderia resultar, por exemplo, de um cenário de preços para a celulose em, ou abaixo, de US\$500 por tonelada (t) em 2020 e 2021 ou de uma estratégia de crescimento mais agressiva. Poderemos também rebaixar os ratings se a participação da empresa no mercado doméstico aumentar, limitando nossa visão de diferenciação máxima entre a Klabin e os ratings soberanos no evento de um rebaixamento do rating do governo soberano brasileiro.

#### **Cenário de elevação**

Atualmente, a elevação dos ratings da Klabin é limitada por sua alavancagem e tolerância a risco em relação aos picos de alavancagem, os quais, em nossa visão, são superiores aos de seus pares avaliados em grau de investimento. Para uma elevação dos ratings, esperaríamos que o perfil de risco financeiro da empresa se fortalecesse consistentemente. Também precisaríamos ver políticas financeiras claras e sustentáveis para darem suporte a uma alavancagem conservadora (dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3x e FFO sobre dívida acima de 30%) ao longo do ciclo de investimentos.

## Nosso Cenário-Base

| Premissas   |       |         |             |         |
|---|-------|---------|-------------|---------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Crescimento do PIB do Brasil de 1,0% em 2019, 2,0% em 2020 e 2,2% em 2021, com uma taxa do câmbio média de R\$ 3,94/US\$1.00 em 2019, R\$ 4,11/US\$1.00 em 2020 e R\$ 4,16/US\$1.00 em 2021, mitigando de certa forma a queda nos preços da celulose;</li><li>• Produção anual de celulose em torno de 1,4 milhão de toneladas em 2019 e de 1,5 milhão de toneladas em 2020;</li><li>• Preço lista médio da celulose branqueada de eucalipto (BEKP - <i>bleached eucalyptus kraft pulp</i>) na Europa de US\$825/t em 2019, US\$800/t em 2020 e US\$850/t em 2021, versus US\$1035/t em 2018. Aplicamos até 35% de desconto nos preços listados;</li><li>• Preços de papel e embalagens subindo de acordo com a inflação e a depreciação da moeda brasileira;</li><li>• Custo caixa por tonelada dos produtos vendidos esperado entre R\$ 1.550-R\$ 1.650 em 2019 e 2020 ante R\$ 1.540 em 2018, após inflação e depreciação do real;</li><li>• Capex anual de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões em 2019, R\$ 4,7 bilhões em 2020 e R\$ 3,15 bilhões em 2021, versus R\$ 1 bilhão em 2018. O capex inclui os investimentos no projeto Puma II;</li><li>• Distribuição de dividendos de cerca de R\$ 850 milhões em 2019 e em torno de R\$ 600 milhões-R\$ 700 milhões em 2020 e 2021.</li></ul> |       |         |             |         |
| Principais Métricas   |       |         |             |         |
|   | 2018R | 2019E   | 2020E       | 2021E   |
| Margem EBITDA (%)   | 40,7  | 36-39   | 37-40       | 39-42   |
| FFO/Dívida (%)  | 22,7  | 15-18   | 17-19       | 21-23   |
| FOCF (R\$ bilhões)  | 1,8   | 0,4-0,8 | (1,7)-(1,4) | 0,5-0,8 |
| Dívida/EBITDA (x)   | 3,2   | 3,6-4,1 | 3,8-4,3     | 3,4-3,7 |
| R – realizado / E - Estimado  |       |         |             |         |

## Projeções de caso-base

**Riscos de estresse incluem preços da celulose abaixo das expectativas.** Um resultado negativo da guerra comercial entre Estados Unidos e China ou ainda uma fraca retomada da economia brasileira poderá resultar em menor demanda por celulose e produtos de papéis, o que, somado aos preços da celulose já baixos pode pressionar ainda mais a geração de fluxo de caixa da Klabin e consequentemente suas métricas de alavancagem.

## Descrição da Empresa

A Klabin, além de ser uma das maiores empresas brasileiras de celulose e produtos de papéis, concentrando-se atualmente em diversos produtos florestais, também é a líder doméstica na produção e exportação de embalagens de papéis. A empresa opera 19 unidades no Brasil e uma na Argentina. Possui 431.000 hectares (ha) de terra com 248.000 ha de florestas plantadas, dos quais 156.000 ha são destinados à fibra longa e 92.000 ha à fibra curta, que são suficientes para suprir a atual produção da

empresa. Suas unidades de negócios incluem Florestal (florestas plantadas de pinus e eucaliptos), Papéis (papel cartão, papel kraft commoditizado e papéis reciclados), Celulose (fibras longa, curta e *fluff*) e Embalagens (*sack kraft* e papelão ondulado).

## Perfil de Risco de Negócio: Satisfatório

Nossa visão do perfil de risco de negócio da Klabin reflete a sólida posição de mercado da empresa nos segmentos de papel e embalagens e seus relacionamentos duradouros com clientes. A estrutura verticalmente integrada também lhe permite se beneficiar de eficiências operacionais que se traduzem em melhores margens quando comparadas às dos pares internacionais.

Apesar desses pontos fortes, a natureza volátil e cíclica da indústria de produtos florestais e de papel restringe o negócio da empresa. A Klabin consegue compensar de certa forma essa volatilidade por meio de sua capacidade para ampliar exportações ou mudar seu mix diversificado de produtos vendido com base no que é mais rentável.

Embora acreditemos que o mercado brasileiro de papel e embalagem seja muito fragmentado e competitivo, a Klabin ocupa posição de liderança, detendo cerca de 40%-50% em kraftliner, papel cartão e *sack kraft*. Nesse segmento, acreditamos que os relacionamentos duradouros e a natureza resiliente dos mercados finais (principalmente com foco em alimento e bens de consumo) mitigam o risco de concentração de clientes. Além disso, o acesso da Klabin à fibra de rápido crescimento e alta qualidade lhe dá uma vantagem sobre os participantes (*players*) internacionais nos mercados de papel cartão e Kraftliner. No mercado local, os produtos da empresa, bem diversificados e de alta qualidade, favorecem principalmente sua posição de liderança.

### Comparação com os pares

Dividimos a análise de pares em dois principais setores nos quais a Klabin opera: produtos florestais e embalagens e contêineres.

No que tange a produtos florestais, escolhemos empresas regionais como pares da Klabin porque os custos delas são afetados pelas mesmas condições climáticas e elas se beneficiam do acesso a recursos naturais superiores.

Comparado com os pares, embora tenha uma capacidade menor que a da Suzano S.A. (empresa resultante da fusão entre a Suzano Papel e Celulose S.A. e a Fibria S.A.), da CMPC e da Celulose Arauco y Constitucion, a Klabin apresenta margens elevadas e estáveis (principalmente em relação a empresas não brasileiras) graças à sua forte presença nos resilientes mercados finais (tanto regional quanto globalmente) e às suas linhas de produção autossuficientes e integradas nos setores de papel e embalagem, o que também lhe proporciona uma gama mais diversificada de produtos.

Com relação a embalagem e contêineres, a Klabin se classifica atrás dos pares em termos de diversificação geográfica e tamanho de produção e base de receitas. No entanto, suas linhas de produção integradas e autossuficientes novamente lhe ajudam a impulsionar a eficiência e margens.

**Tabela 1 - Comparação com os Pares****Setor da indústria: Papel/Produtos florestais**

|   | <b>Klabin S.A.</b>                                    | <b>Celulosa Arauco y<br/>Constitucion S.A.</b>        | <b>Empresas CMPC<br/>S.A.</b>                         | <b>Suzano S.A.</b>                                    | <b>WestRock Company</b>                               |
|---|---|---|---|---|---|
| Ratings em 18 de dezembro de 2019                                     | BB+/Estável/--  | BBB-/Negativa/--                                      | BBB-/Estável/--                                       | BBB-/Negativa/--                                      | BBB/Negativa/A-2                                      |
|   | <b>--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--</b> | <b>--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--</b> | <b>--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--</b> | <b>--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--</b> | <b>--Ano fiscal findo em 30 de setembro de 2018--</b> |
| <b>(R\$ Milhões)</b>  |   |   |   |   |   |
| Receitas  | 10.016,5  | 23.053,1  | 24.290,5  | 13.437,3  | 65.166,6  |
| EBITDA  | 4.073,5   | 7.109,9   | 7.106,6   | 6.913,1   | 11.676,7  |
| FFO   | 2.981,3   | 6.329,8   | 5.539,0   | 5.737,4   | 10.512,9  |
| Despesas com juros  | 1.209,6   | 744,7   | 894,7   | 1.274,2   | 1.341,1   |
| Juros-caixa pagos   | 1.092,1   | 730,7   | 683,2   | 848,5   | 1.303,5   |
| Fluxo de caixa das operações  | 2.897,6   | 4.937,2   | 3.369,8   | 5.232,8   | 10.033,1  |
| Capex   | 1.096,3   | 3.412,6   | 1.141,8   | 2.414,4   | 3.968,4   |
| FOCF  | 1.801,2   | 1.524,6   | 2.228,1   | 2.818,5   | 6.064,7   |
| Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> ) | 961,2   | 528,0   | 1.767,5   | 2.616,8   | 3.386,4   |
| Caixa e investimentos de curto prazo                                  | 7.047,2   | 4.165,3   | 3.789,6   | 25.486,0  | 2.548,2   |
| Dívida  | 13.146,7  | 13.772,0  | 12.174,5  | 12.609,1  | 25.570,0  |
| Patrimônio líquido  | 6.533,2   | 28.411,5  | 31.915,2  | 12.025,9  | 45.964,9  |
| <b>Índices ajustados</b>  |   |   |   |   |   |
| Margem EBITDA (%)   | 40,7  | 30,8  | 29,3  | 51,4  | 17,9  |
| Retorno sobre capital (%)   | 16,8  | 13,2  | 11,9  | 24,1  | 8,5   |
| Cobertura de juros pelo EBITDA (x)                                    | 3,4   | 9,5   | 7,9   | 5,4   | 8,7   |
| Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)                                 | 3,7   | 9,7   | 9,1   | 7,8   | 9,1   |
| Dívida/EBITDA (x)   | 3,2   | 1,9   | 1,7   | 1,8   | 2,2   |
| FFO/Dívida (%)  | 22,7  | 46,0  | 45,5  | 45,5  | 41,1  |
| Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)                               | 22,0  | 35,8  | 27,7  | 41,5  | 39,2  |
| FOCF/Dívida (%)   | 13,7  | 11,1  | 18,3  | 22,4  | 23,7  |
| DCF/Dívida (%)  | 7,3   | 3,8   | 14,5  | 20,8  | 13,2  |

## Perfil de Risco Financeiro: Significativo

A recente queda nos preços da celulose no mercado internacional, combinada com capex acima do esperado destinado às máquinas de papel Kraftliner adicionais, alterou a tendência de queda anterior das métricas de alavancagem da Klabin dos últimos três anos. Embora os preços mais baixos da celulose tenham prejudicado suas margens, a empresa conseguiu emitir dívida nova para financiar sua nova fase de investimentos recém-anunciada. Com base nisso, esperamos que sua dívida líquida sobre EBITDA seja em torno de 4,0x em 2019 e 2020.

O plano de investimentos envolve a construção de duas novas máquinas de papel, com produção de celulose integrada, na mesma unidade industrial onde se localiza o projeto Puma I. A empresa anunciou um custo total de R\$ 9,1 bilhões e implementará os investimentos em duas fases, a saber:

- Na primeira fase, a Klabin construirá uma linha de fibra para a produção de celulose não branqueada integrada a uma máquina de papel kraftliner e kraftliner branco capaz de produzir 450.000 toneladas por ano. A construção começou no primeiro semestre de 2019 e a expectativa é finalizá-la no segundo trimestre de 2021. Estimamos um capex perto de R\$ 1,5 bilhão em 2019 e de quase R\$ 3,8 bilhões em 2020. Esperamos que o valor aproximado de R\$ 400 milhões-R\$ 500 milhões de EBITDA adicional relacionado a essa fase contribua para financiar o gasto do investimento planejado de 2021 em diante;
- Na segunda fase, haverá a construção de uma linha de fibras complementar para produzir celulose não branqueada integrada a uma máquina de papel kraftliner, com a opção de mudar para papel cartão. A previsão de início das operações da segunda máquina é para o segundo trimestre de 2023, podendo expandir a produção da Klabin em 470.000 toneladas anuais. A empresa planeja começar os investimentos em 2021 e estimamos que a potencial geração de EBITDA da segunda fase seja em torno de R\$ 500 milhões-R\$ 600 milhões por ano.

Em nossa visão, o *ramp-up* bem-sucedido do projeto Puma II poderá melhorar a solidez do negócio e impulsionar o fluxo de caixa da Klabin para dar suporte à esperada desalavancagem, bem como para reduzir a volatilidade de fluxo de caixa que é inerente ao setor de celulose.

**Tabela 2 - Resumo Financeiro****Setor da indústria: Papel/Produtos Florestais**

|   | --Anos fiscal findo em 31 de dezembro de-- |          |           |           |           |
|---|--|----------|-----------|-----------|-----------|
| (R\$ Milhões)   | 2018                                       | 2017     | 2016      | 2015      | 2014      |
| Receitas  | 10.016,5                                   | 8.373,4  | 7.090,8   | 5.687,6   | 4.893,9   |
| EBITDA  | 4.073,5                                    | 2.689,7  | 2.216,0   | 1.917,9   | 1.642,5   |
| FFO   | 2.981,3                                    | 1.681,2  | 1.106,5   | 838,9     | 1.175,4   |
| Despesas com juros  | 1.209,6                                    | 1.162,3  | 1.283,0   | 1.329,3   | 669,7     |
| Juros-caixa pagos   | 1.092,1                                    | 1.008,4  | 1.109,5   | 1.079,0   | 467,1     |
| Fluxo de caixa das operações  | 2.897,6                                    | 2.459,7  | 1.119,8   | 1.485,6   | 1.729,4   |
| Capex   | 1.096,3                                    | 925,3    | 2.436,0   | 4.313,2   | 2.871,4   |
| FOCF  | 1.801,2                                    | 1.534,4  | (1.316,2) | (2.827,7) | (1.142,0) |
| Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i> ) | 961,2                                      | 1.015,9  | (1.787,9) | (3.238,3) | (1.479,8) |
| Caixa e investimentos de curto prazo                                  | 7.047,2                                    | 8.271,6  | 6.464,0   | 5.610,9   | 5.743,4   |
| Caixa disponível bruto  | 7.047,2                                    | 8.271,6  | 6.464,0   | 5.610,9   | 5.743,4   |
| Dívida  | 13.146,7                                   | 11.966,2 | 12.964,6  | 13.274,0  | 6.120,6   |
| Patrimônio líquido  | 6.533,2                                    | 7.234,2  | 6.664,7   | 4.916,7   | 6.618,4   |
| <b>Índices ajustados</b>  |  |          |           |           |           |
| Margem EBITDA (%)   | 40,7                                       | 32,1     | 31,3      | 33,7      | 33,6      |
| Retorno sobre capital (%)   | 16,8                                       | 11,3     | 11,7      | 14,9      | 19,4      |
| Cobertura de juros pelo EBITDA (x)                                    | 3,4  | 2,3      | 1,7       | 1,4       | 2,5       |
| Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)                                 | 3,7  | 2,7      | 2,0       | 1,8       | 3,5       |
| Dívida/EBITDA (x)   | 3,2  | 4,4      | 5,9       | 6,9       | 3,7       |
| FFO/Dívida (%)  | 22,7                                       | 14,0     | 8,5       | 6,3       | 19,2      |
| Fluxo de caixa das operações/Dívida (%)                               | 22,0                                       | 20,6     | 8,6       | 11,2      | 28,3      |
| FOCF/Dívida (%)   | 13,7                                       | 12,8     | (10,2)    | (21,3)    | (18,7)    |
| DCF/Dívida (%)  | 7,3  | 8,5      | (13,8)    | (24,4)    | (24,2)    |

## Liquidez: Forte

Vemos a liquidez da Klabin como forte. Esperamos que suas fontes de caixa excedam os usos em mais de 100% nos próximos 12 meses. Acreditamos que seu saldo em caixa bastante significativo, de R\$ 12,1 bilhões em setembro de 2019, proporciona à empresa flexibilidade financeira para enfrentar desacelerações inesperadas e para lidar com a fase de investimentos que começou em 2019. Além disso, as dívidas da Klabin não estão sujeitas a cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) e a empresa ainda usufrui de relacionamentos bem estabelecidos e sólidos com bancos.



| Principais Fontes de Liquidez   | Principais Usos de Liquidez  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Reservas de caixa de R\$ 12,1 bilhões em setembro de 2019;</li> <li>Linhas de crédito não utilizadas de cerca de R\$ 2 bilhões;</li> <li>FFO anual próximo de R\$ 3,3 bilhões em 2019 e de R\$ 4 bilhões em 2020.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Vencimentos de dívida de curto prazo de R\$ 1,8 bilhão em setembro de 2019;</li> <li>Capex anual de R\$ 2,5 bilhões em 2019 e R\$ 4,7 bilhões em 2020;</li> <li>Dividendos de R\$ 840 milhões em 2019 e R\$ 600 milhões em 2020.</li> </ul> |

## Ratings Acima do Soberano

Os ratings da Klabin são dois degraus acima do rating de crédito soberano em moeda estrangeira do Brasil (BB-/Positiva/B), refletindo nossa visão de que há uma probabilidade notável de a empresa não entrar em default mediante um cenário hipotético de default por parte do governo soberano brasileiro. Em nossa visão, a Klabin tem apenas uma sensibilidade moderada à economia doméstica devido ao seu negócio orientado à exportação. Portanto, de acordo com nosso critério e dada a concentração de ativos da empresa no Brasil, podemos avaliá-la em até três degraus acima do rating do Brasil. Abaixo nossas principais premissas para um cenário de default hipotético do governo soberano brasileiro:

- PIB e volumes domésticos de papel e embalagem declinando 10% em 2020;
- Inflação duplicando e a empresa não conseguindo repassar todo o consequente aumento de custos para elevar os preços no mercado doméstico;
- Depreciação de 50% no real, o que duplicaria os custos do serviço da dívida da Klabin relacionados à sua dívida em moeda estrangeira (em termos de moeda local), mas elevaria suas receitas de exportação;
- Preços da celulose de fibra curta de US\$550/t, em linha com os de meados de 2009, quando atingiram o mais baixo patamar em 10 anos;
- Taxa de juros duplicando para os empréstimos indexados à taxa flutuante;
- Um *haircut* (corte) de 70% aplicado aos investimentos feitos em títulos do governo brasileiro ou de bancos brasileiros sem importância sistêmica;
- Capex nos níveis de manutenção de aproximadamente R\$ 650 milhões.

Em nossa visão, nesse cenário a empresa manteria fontes de liquidez em relação aos usos superiores a 1x nos próximos 12 meses. Acreditamos que parte do negócio orientado à exportação da Klabin, sua capacidade para redirecionar a produção de papel a outros mercados se o segmento doméstico se deteriorar e o fato de que a maioria de seus custos é denominada em reais a protegem parcialmente de uma potencial desaceleração econômica brasileira.

## Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

### Principais fatores analíticos

- O rating de emissão das notas *senior unsecured* da Klabin Finance é 'BB+';
- O rating de recuperação '3' dessa dívida indica que esperamos uma recuperação aproximada de 65% para os credores sem garantias (*unsecured*) em um cenário hipotético de default da empresa;
- Em nosso cenário de default, o EBITDA declinaria cerca de 50%-60% em relação ao EBITDA atualmente projetado em 2023;
- Avaliamos a empresa com base na continuidade de suas operações (*going-concern basis*) usando um múltiplo de 5,0x aplicado ao nosso EBITDA projetado para um nível de emergência, o que resulta em um valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto estimado de aproximadamente R\$ 17,8 bilhões;
- Nossa análise de recuperação presume que mediante um cenário hipotético de default da empresa, suas notas *senior unsecured* se classificariam *pari passu* às suas outras dívidas existentes ou futuras do mesmo tipo, as quais também estão sujeitas a prioridades estatutárias como obrigações tributárias e trabalhistas.

### Principais fatores analíticos

- Ano simulado do default: 2024
- EBITDA em emergência: R\$ 3,6 bilhões
- Múltiplo de EV implicado: 5,0x
- EV bruto estimado em emergência: R\$17,8 bilhões

### Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*):

- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 16,9 bilhões
- Dívida *senior secured*: R\$ 1,0 bilhão
- Dívida *unsecured*: R\$ 22,7 bilhões
- Expectativa de recuperação: 65%

**Tabela 3 - Reconciliação dos Montantes Reportados pela Klabin S.A. com os Montantes Ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ Milhões)**

--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2018--

| <b>Montantes reportados pela Klabin S.A.</b>   |               |               |                          |                           |  |                                     |
|--|---------------|---------------|--------------------------|---------------------------|--|-------------------------------------|
|  | <b>Dívida</b> | <b>EBITDA</b> | <b>Lucro operacional</b> | <b>Despesas com juros</b> | <b>EBITDA ajustado da S&amp;P Global Ratings</b> | <b>Fluxo de caixa das operações</b> |
|  | 19.445,7      | 4.651,0       | 2.977,6                  | 1.184,7                   | 4.073,5  | 2.787,0                             |
| <b>Ajustes da S&amp;P Global Ratings</b>   |               |               |                          |                           |  |                                     |
| Impostos-caixa pagos   | --            | --            | --                       | --                        | --   | --                                  |
| Impostos-caixa pagos – Outros  | --            | --            | --                       | --                        | --   | --                                  |
| Juros-caixa pagos  | --            | --            | --                       | --                        | (1.067,2)  | --                                  |
| Arrendamentos operacionais   | 404,1         | 65,4          | 25,0                     | 25,0                      | (25,0)   | 40,4                                |
| Caixa acessível & Investimentos líquidos   | (7.047,2)     | --            | --                       | --                        | --   | --                                  |
| Receita não operacional (despesa)  | --            | --            | 279,8                    | --                        | --   | --                                  |
| Dívida – Outros  | 344,1         | --            | --                       | --                        | --   | --                                  |
| EBITDA - Ganhos/(Perdas) sobre disposições de propriedade. planta e equipamento (PP&E) | --            | (15,4)        | (15,4)                   | --                        | --   | --                                  |
| EBITDA: Ganhos de avaliação/(perdas)   | --            | (628,4)       | (628,4)                  | --                        | --   | --                                  |
| EBITDA: Outros   | --            | 0,9           | 0,9                      | --                        | --   | --                                  |
| EBIT: Outros   | --            | --            | 628,4                    | --                        | --   | --                                  |
| Capital de giro: Outros  | --            | --            | --                       | --                        | --   | 70,2                                |
| Ajustes totais   | (6.299,0)     | (577,5)       | 290,2                    | 25,0                      | (1.092,1)  | 110,6                               |
| <b>Montantes ajustados pela S&amp;P Global Ratings</b>                                 |               |               |                          |                           |  |                                     |
|  | <b>Dívida</b> | <b>EBITDA</b> | <b>EBIT</b>              | <b>Despesas com juros</b> | <b>FFO</b>                                       | <b>Fluxo de caixa das operações</b> |
|  | 13.146,7      | 4.073,5       | 3.267,9                  | 1.209,6                   | 2.981,3  | 2.897,6                             |

## TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

### KLABIN S.A.

| Ratings de Crédito de Emissor   |                      |
|---------------------------------|----------------------|
| Escala global                   | BB+/Estável/--       |
| Escala Nacional Brasil          | brAAA/Estável/--     |
| Risco de negócios               |                      |
| Risco-país                      | Moderadamente alto   |
| Risco da indústria              | Moderadamente alto   |
| Posição competitiva             | Satisfatório         |
| Risco financeiro                |                      |
| Fluxo de caixa/Alavancagem      | Significativo        |
| Âncora                          | bbb-                 |
| Modificadores                   |                      |
| Diversificação/Efeito-portfolio | Neutra               |
| Estrutura de capital            | Neutra               |
| Liquidez                        | Forte                |
| Política financeira             | Neutra               |
| Administração e governança      | Regular              |
| Análise de ratings comparáveis  | Negativa (-1 degrau) |

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com). Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- ARQUIVADO: [Refletindo o risco de subordinação em ratings de emissão de entidades corporativas](#), 21 de setembro de 2017
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito para a Indústria de Papel e Produtos Florestais](#), 12 de fevereiro de 2014
- [Principais fatores de Crédito para o Setor de Recipientes e Embalagens](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO: [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO: [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

## Matriz de Risco de Negócios e Risco Financeiro

### Perfil de Risco Financeiro

| Perfil de Risco de Negócios | Mínimo   | Modesto | Intermediário | Significativo   | Agressivo | Altamente alavancado |
|-----------------------------|----------|---------|---------------|-----------------|-----------|----------------------|
| Excelente                   | aaa/aa+  | aa      | a+/a          | a-              | bbb       | bbb-/bb+             |
| Forte                       | aa/aa-   | a+/a    | a-/bbb+       | bbb             | bb+       | bb                   |
| <b>Satisfatório</b>         | a/a-     | bbb+    | bbb/bbb-      | <b>bbb-/bb+</b> | bb        | b+                   |
| Regular                     | bbb/bbb- | bbb-    | bb+           | bb              | bb-       | b                    |
| Fraco                       | bb+      | bb+     | bb            | bb-             | b+        | b/b-                 |
| Vulnerável                  | bb-      | bb-     | bb-/b+        | b+              | b         | b-                   |

### Tabela de Ratings Detalhados (Em 26 de dezembro de 2019)\*

#### Klabin S.A.

Ratings de Crédito de Emissor

*Escala Nacional Brasil*

BB+/Estável/--

brAAA/Estável/--

Notas *Senior Unsecured*

*Escala Nacional Brasil*

brAAA

#### Histórico dos Ratings de Crédito de Emissor

29-Jun-2016

BB+/Estável/--

27-Out-2015

BBB-/Negativa/--

10-Set-2015

BBB-/CW Neg./--

16-Ago-2017

*Escala Nacional Brasil*

brAAA/Estável/--

29-Jun-2016

brAA/Estável/--

27-Out-2015

brAA+/Negativa/--

10-Set-2015

brAA+/CW Neg./--

\*A menos que observado em contrário, os ratings neste relatório referem-se a ratings na escala global. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings na escala global são comparáveis entre países. Os ratings de crédito da S&P Global Ratings em escala nacional referem-se a devedores ou obrigações de um país específico. Ratings de emissão ou de dívidas podem incluir dívidas garantidas por outra entidade e dívidas avaliadas garantidas por uma entidade.

Copyright© 2019 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (gratuito), e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) e [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

#### **Austrália**

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).